

## Flash Note

### Aktien | Deutschland

08.11.2010

Anlageempfehlung:

**Kaufen**

Risiko:

**Hoch**

Aktueller Preis: EUR 1,68

Kursziel: EUR 3,00

Sektor: Erneuerbare Energien  
Segment: Windanlagen

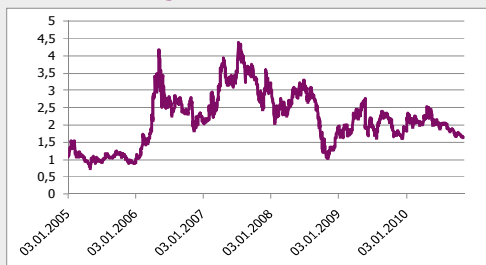
Reuters Code: PNEGnK.DE  
Bloomberg Code: PNE3.GR

Internetseite: www.pne.de  
Fiskaljahrende: Dezember

### Handelszahlen

Hoch/Tief 52w: EUR 2,57 - 1,56  
Marktkap.: EUR 74,76 Mio.  
ausst. Aktien: 44,5 Mio  
Free Float: 100%

### Kursentwicklung



### Finanzkalender:

30. März 2011: Geschäftsbericht 2010  
09. Mai 2011: Q1 2011

**Datum und Zeitpunkt der Kurse**  
08.11.2010, 9:30 Uhr MEZ

Raimund Saier, CEFA, Analyst  
VEM Aktienbank  
089 30903 4881  
r.saier@vem-aktienbank.de

Bitte achten Sie auf den Disclaimer und andere Informationen auf Seite 3

## PNE Wind AG

### PNE Wind AG veröffentlicht 9M 2010 Resultate: Zufriedenstellende Ergebnisse

Die PNE Wind AG hat ihre Ergebnisse für das 3. Quartal 2010 und gleichzeitig die 9 Monatsergebnisse 2010 bekanntgegeben. Diese fielen zufriedenstellend aus. In den ersten neun Monaten 2010 stieg der operative Gewinn auf EUR 7,9 Mio., im Vergleichszeitraum des Vorjahres waren es EUR 5,1 Mio.. Das Konzernergebnis belief sich auf EUR 4,3 Mio. (Vorjahr: 1,3 Mio.) Aufgrund der starken Projektabhängigkeit des Geschäftsmodells der PNE Wind AG ist eine Periodenvergleichbarkeit zwar nicht sonderlich aussagekräftig, aber das Unternehmen konnte wichtige Milestones erzielen. Mehrere Projekte wurden an den Vertragspartner EnBW Erneuerbare Energien GmbH übergeben. So zum Beispiel das Repoweringprojekt "Windpark Görrike", wo mittels Erneuerung der Windanlagen die Leistung des Windparks verfünffacht werden konnte. Zudem wurde der Windpark Elze an die EnBW übergeben. Dieser verfügt über eine Nennleistung von insgesamt 3,2 MW.

Auf der Projektseite ist man ebenfalls vorangekommen. Für das Offshore Projekt Goodewind II wurden Partnerschaften mit mehreren Unternehmen abgeschlossen. Baugrunduntersuchungen wurden erfolgreich durchgeführt.

Abgesehen vom operativen Geschäftsverlaufs erachten wir eine Meldung der PNE Wind AG als besonders positiv. Die Klage der SSP Technology Holding ApS wurde abgewiesen (obwohl noch nicht rechtskräftig). Zwar rechneten wir mit diesem Ergebnis, allerdings beseitigt die Abweisung dennoch eine große Unsicherheit, wäre doch bei Verurteilung die PNE Wind AG gezwungen worden, knapp EUR 55 Mio. an die SSP zu bezahlen.

### Langfristige Wachstumsaussichten weiterhin intakt

Das langfristig angelegte Geschäftsmodell ist weiterhin intakt. Allerdings wünschen wir uns schnellere Fortschritte hauptsächlich in den Auslandsaktivitäten. Zwar verfügt das Unternehmen mittlerweile über ein beeindruckendes Joint Ventures Portfolio in Nordamerika und Europa und die PNE Wind AG hat sich mittlerweile Flächen mit insgesamt 12.821 ha gesichert, aber wir empfinden den Newsflow bezüglich der Projekte außerhalb Deutschlands immer noch als zu gering.

Die ebenfalls für die zukünftige Entwicklung entscheidenden Offshore Projekte lassen, wie schon erwähnt, zwar mit einigen Milestones aufhorchen, aber auch hier wünschen wir uns ein aggressiveres Vorgehen.

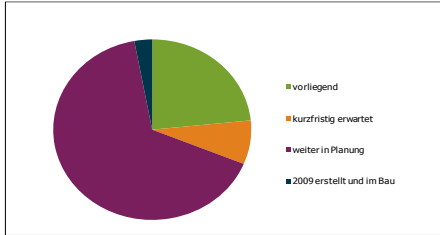
Nichtsdestotrotz sehen wir keinen Grund unsere Prognosen für 2010 und 2011 zu ändern. Die Projektpipeline der PNE Wind ist noch gut genug gefüllt, um unsere Ziele zu erreichen. Für 2010 rechnen wir mit einem operativen Gewinn von EUR 15,8 Mio., ist doch das 4. Quartal traditionell das Stärkste; für 2011 dürfte das EBIT 19,6 Mio. betragen.

Zum 30. September 2010 verfügte das Unternehmen über einen Cashbestand von EUR 43,2 Mio.

### Kursziel weiterhin bei EUR 3,00

Wir halten an unserem Kursziel von EUR 3,00 fest. Zur Berechnung verwendeten wir ein DCF Modell und kombinierten dies mit einer Peer Gruppen Analyse. Mit beiden Bewertungsmethoden kommen wir zu ähnlichen Ergebnissen.

**Genehmigungsphasen der Projektpipeline in Anteilen**



Source: PNE Wind AG, VEM Aktienbank

**Unternehmensbeschreibung**

PNE Wind AG wurde 1995 in Cuxhaven gegründet und fokussiert sich auf die Entwicklung, die Realisierung, die Finanzierung und den Verkauf von Windparks. Bis jetzt hat das Unternehmen nur Parks zu Lande realisiert., plant aber in nächster Zukunft sich vermehrt auf Windparks auf dem Meer zu konzentrieren. Alle bisher gebauten Windparks befinden sich in Deutschland. Mittel- bis langfristig wird das Unternehmen auch im Ausland aktiv werden. Dafür wurden Kooperationen in Ungarn, der Türkei und in Bulgarien Kooperationen mit anderen Unternehmen gegründet. 2008 hat PNE Wind ein Tochterunternehmen in den USA gegründet. Kanada folgte.

**Zusammenfassung Finanzen**

Jahresabschluss 31 Dezember

<b>Gewinn &amp; Verlustrechnung</b>	2007	2008	2009	2010E	2011E	<b>Cash Flow Statement</b>	2007	2008	2009	2010E	2011E
in EUR Tsd.											
Gesamtleistung	50.131	74.603	133.588	130.092	144.088	Jahresüberschuss	11.100	17.050	10.103	8.178	10.317
Veränderung in %						Abschreibung (materiell/immateriell)	1.721	1.366	4.103	5.084	5.762
EBITDA	16.831	24.908	18.765	20.889	25.379	Veränderung in Working Capital	2.240	-101.468	71.428	-21.679	-4.329
in % der Gesamtleistung	33,6%	33,4%	14,0%	16,1%	17,6%	Cash flow aus operativem Geschäft	15.061	-83.052	85.634	-8.416	11.749
EBIT	15.636	23.542	14.697	15.805	19.618	Investitionen	-7.419	25.735	-25.507	-15.251	-11.523
in % des Umsatzes	31,2%	31,6%	11,0%	12,1%	13,6%	Finanzaktivitäten	257	71.392	-48.657	32.094	5.075
Nettogewinn	11.136	17.129	10.118	8.178	10.317	Free Cash Flow	7.899	14.075	11.470	8.426	5.301
in % der Gesamtleistung	22,2%	23,0%	7,6%	6,3%	7,2%	Dividenden	0	0	0	0	0
ausst. Aktienanzahl (in Mio)	39.376	41.257	42.761	45.775	45.775	Netto Cash	7.899	14.075	11.470	8.426	5.301
EPS (reported)	0,28	0,42	0,24	0,18	0,23	Cashbestand Jahresanfang	9324	17.223	31.298	42.768	51.194
						Cashbestand Jahresende	17.223	31.298	42.768	51.194	56.495

<b>Bilanz</b>	2007	2008	2009	2010E	2011E	<b>Kennzahlen</b>	2010E	2011E
in EUR Tsd.								
Langfristige Anlagen	39.121	44.203	76.257	86.425	92.186	P/E	9,4	7,5
Sonstiges Anlagevermögen	27.156	23.380	25.298	25.298	25.298	P/Umsatz	0,6	0,5
Forderungen aus Lieferung und Leistung	11.405	64.586	20.930	35.642	39.476			
sonstige kurzfristige Aktiva	1.060	3.872	16.320	1.878	1.947	P/B	1,1	0,9
Vorräte	30.572	87.977	10.572	26.018	28.818	Dividendenrendite	0,0%	100,0%
Kasse	15.741	29.314	41.500	51.194	56.495	ROE	10,1%	11,3%
Langfristige Verbindlichkeiten	55.741	83.505	34.057	61.676	64.677	ROIC	5,7%	6,6%
Kurzfristige Verbindlichkeiten	22.040	111.166	67.743	78.047	82.501	Equity Ratio	69%	57%
Eigenkapital	41.176	54.638	70.507	81.184	91.501			
Rückstellungen	8.910	16.471	4.128	4.348	4.348	Steuerquote	20%	25%

PNE Wind, VEM Aktienbank

**SWOT Analyse**

**Stärken**

- Das Unternehmen besitzt langjährige Erfahrung in der Entwicklung von On- und Offshore Anlagen und hat eine starke Projektpipeline
- Eine schlanke Unternehmens- und Personalstruktur ermöglichen das Erzielen von hohen Margen
- Verbesserte gesetzliche Rahmenbedingungen erhöhen die Nachfrage nach Windparks und somit das Wachstumspotential

**Schwächen**

- Projektorientiertes Geschäftsmodell macht eine Prognostizierbarkeit der Geschäftsentwicklung schwierig
- Allgemeine Bankenkrise könnte die Finanzierung einiger Windprojekte in Gefahr bringen
- Das Unternehmen hat in der Vergangenheit des Öfteren die Umsatzziele wie auch Margenziele verpasst

**Chancen**

- Expansionspläne ins europäische Ausland und Noramerika sollten zusätzliches Wachstum ermöglichen
- Fokussierung auf Offshore Parks sollte zu einer Margenerhöhung führen
- Rückzug von SSP Technology führt zur Konzentration auf das Kerngeschäft

**Risiken**

- International existiert ein großer und intensiver Wettbewerb
- Andere Energiequellen könnten an Attraktivität gewinnen und somit Windenergie unrentabler machen
- Bau von Offshore Parks weiterhin unsicher

## Legal Disclaimer

Die vorliegende Finanzanalyse ist nur zu Informationszwecken erstellt worden. Sie wurde auf der Grundlage von allgemein zugänglichen Quellen erstellt, die die VEM Aktienbank AG („VEM“) für zuverlässig hält. Trotz allem kann keine Gewähr oder Haftung für die Ausgewogenheit, Genauigkeit, Vollständigkeit oder Richtigkeit der Informationen übernommen werden.

Weder VEM noch ihre Mitarbeiter übernehmen die Haftung für Schäden, welche aufgrund der Nutzung dieser Analyse oder ihres Inhalts oder auf andere Weise in Zusammenhang mit dieser entstehen.

Diese Analyse stellt weder ein Angebot noch eine Einladung zur Zeichnung oder zum Kauf irgendeines Wertpapiers dar, noch bildet diese Analyse oder die darin enthaltenen Informationen eine Grundlage für eine vertragliche oder anderweitige Verpflichtung irgendeiner Art. Eine Investitionsentscheidung sollte auf der Grundlage eines ordnungsgemäß beglaubigten Prospekts oder Informationsmemorandums erfolgen und auf keinen Fall auf der Grundlage dieser Analyse. Investoren sollten sich bei ihrer Anlageentscheidung durch einen Anlageberater beraten lassen. Die vorliegende Analyse kann insoweit keine Beratungsfunktion übernehmen.

Die in dieser Analyse enthaltenen Meinungen, Einschätzungen und Prognosen sind allein diejenigen des Verfassers. Sie sind datumsbezogen, nicht notwendigerweise auch Meinung der VEM und können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern. VEM übernimmt keine Garantie dafür, dass die in dieser Analyse dargestellten Planzahlen erreicht werden. Veränderungen in den relevanten Annahmen, auf denen diese Analyse beruht, können einen materiellen Einfluss auf die aufgeführten Planzahlen haben.

Diese Analyse darf, sofern sie in Großbritannien vertrieben wird, nur solchen natürlichen oder juristischen Personen zugänglich gemacht werden, die unter Article 19 (5) oder Article 49 (2) (a) bis (d) des Financial Services and Market Act 2000 (Financial Promotion) Order 2005 fallen und darf an andere Personen oder Personengruppen weder direkt noch indirekt übermittelt werden.

Weder diese Analyse noch eine Kopie hiervon darf in den Vereinigten Staaten von Amerika, nach Kanada oder nach Japan oder in ihre jeweiligen Territorien oder Besitzungen geschickt, gebracht oder verteilt werden noch darf es an eine US-Person im Sinne der Bestimmungen des US Securities Act 1933 oder an Personen mit Wohnsitz in Kanada oder Japan verteilt werden. Diese Finanzanalyse stellt weder ein Angebot noch eine Einladung zum Kauf irgendeines Wertpapiers in den Vereinigten Staaten dar. Die Wertpapiere, die Gegenstand dieser Analyse sind, sind nicht gem. dem US Securities Act zugelassen und dürfen weder in den Vereinigten Staaten noch US-Personen angeboten, verkauft oder übertragen werden, die nicht nach US-amerikanischem Wertpapierrecht zugelassen oder von der Zulassung nicht wirksam befreit sind. Die Verteilung dieser Analyse in anderen Gerichtsbarkeiten kann durch Gesetz beschränkt sein und Personen, in deren Besitz dieses Dokument gelangt, sollten sich über etwaige Beschränkungen informieren und diese einhalten. Jedes Verstoß, diese Beschränkungen zu beachten, kann eine Verletzung der geltenden Wertpapiergesetze darstellen.

Nachdruck, Weiterverbreitung sowie Veröffentlichung dieses Dokuments und seines Inhalts im Ganzen oder Teilen ist nur mit vorheriger schriftlicher Zustimmung der Geschäftsleitung der VEM Aktienbank AG gestattet. Durch die Annahme dieses Dokuments akzeptiert der Empfänger die vorgenannten Beschränkungen und jeglichen Haftungsausschluss.

### Übersicht über unsere Empfehlungen für die Aktie in den vergangenen zwölf Monaten:

Datum der Veröffentlichung	Kurs bei Empfehlung	Anlageurteil	Kursziel
20.11.2008	EUR 1,27	Kaufen	EUR 5,15
09.02.2009	EUR 1,96	Kaufen	EUR 5,00
02.03.2009	EUR 1,80	Kaufen	EUR 5,00
27.05.2009	EUR 1,89	Kaufen	EUR 4,00
10.08.2009	EUR 2,14	Kaufen	EUR 4,40
16.10.2009	EUR 1,89	Kaufen	EUR 4,40
12.11.2009	EUR 1,71	Kaufen	EUR 3,30
18.03.2010	EUR 2,08	Kaufen	EUR 3,90
19.07.2010	EUR 2,00	Kaufen	EUR 3,00

### Offenlegung möglicher Interessenkonflikte nach § 34b des Gesetzes über den Wertpapierhandel (Wertpapierhandelsgesetz - WpHG) in Verbindung mit der Verordnung über die Analyse von Finanzinstrumenten (Finanzanalyseverordnung - FinAnV) zum Zeitpunkt der Veröffentlichung der Finanzanalyse:

Gemäß § 34b WpHG und FinAnV besteht u.a. die Verpflichtung, bei einer Finanzanalyse auf mögliche Interessenkonflikte in Bezug auf das analysierte Unternehmen hinzuweisen. Mögliche Interessenkonflikte können bei Mitarbeitern der VEM, die die Analyse erstellt haben/ bei VEM als für die Erstellung verantwortlichen Unternehmen oder mit ihr verbundener Unternehmen/ bei sonstigen für VEM oder die VEM-Gruppe tätigen und an der Erstellung der Analyse mitwirkenden Personen oder Unternehmen hinsichtlich folgender, in dieser Analyse genannten Gesellschaft existieren.

Gesellschaft	Disclosure
PNE Wind	3 - 5 - 8 - 9-11

- Es besteht eine wesentliche Beteiligung (= Beteiligung > 5 % des Grundkapitals) zwischen den o.g. Personen und/oder Unternehmen und dem Emittenten, der selbst oder dessen Finanzinstrumente Gegenstand der Finanzanalyse sind.
- Die Vergütung der o.g. Personen und/oder Unternehmen ist von Investmentbanking-Geschäften des eigenen oder mit diesem verbundener Unternehmen abhängig.
- Die o.g. Personen und/oder Unternehmen halten regelmäßig Finanzinstrumente, die selbst oder deren Emittent Gegenstand der Finanzanalyse sind, in ihrem Handelsbestand.
- Die o.g. Personen und/oder Unternehmen halten an den Finanzinstrumenten, die selbst oder deren Emittent Gegenstand dieser Finanzanalyse sind, eine Netto-Verkaufsposition (Shortposition) in Höhe von mindestens einem Prozent des Grundkapitals des Emittenten.
- Die o.g. Personen und/oder Unternehmen betreuen Finanzinstrumente, die selbst oder deren Emittent Gegenstand der Finanzanalyse sind, an einem Markt durch das Einstellen von Kauf- oder Verkaufsaufträgen (Market Making/Designated Sponsoring).
- Die o.g. Personen und/oder Unternehmen treten für den Emittenten, der selbst oder dessen Finanzinstrumente Gegenstand der Finanzanalyse sind, als Makler (Corporate Broker) auf.
- Die o.g. Personen und/oder Unternehmen waren innerhalb der vorangegangenen zwölf Monate an der Führung eines Konsortiums für eine Emission im Wege eines öffentlichen Angebots von solchen Finanzinstrumenten beteiligt, die selbst oder deren Emittent Gegenstand der Finanzanalyse sind.
- Die o.g. Personen und/oder Unternehmen fungierten im Rahmen der Börseneinführung des Emittenten, der selbst oder dessen Finanzinstrumente Gegenstand der Finanzanalyse sind, als Emissionsbank oder Selling Agent.
- Die o.g. Personen und/oder Unternehmen waren innerhalb der vorangegangenen zwölf Monate gegenüber dem Emittenten, der selbst oder dessen Finanzinstrumente Gegenstand der Finanzanalyse sind, an eine Vereinbarung über Dienstleistungen im Zusammenhang mit Investmentbanking-Geschäften gebunden oder erhielten in diesem Zeitraum aus einer solchen Vereinbarung eine Leistung oder ein Leistungsversprechen.
- Die o.g. Personen und/oder Unternehmen erwarten in den nächsten drei Monaten von dem Emittenten, der selbst oder dessen Finanzinstrumente Gegenstand der Finanzanalyse sind, Vergütungen für Dienstleistungen im Zusammenhang mit Investmentbanking-Geschäften oder streben solche an.
- Die o.g. Personen und/oder Unternehmen haben mit dem Emittenten, der selbst oder dessen Finanzinstrumente Gegenstand der Finanzanalyse sind, eine Vereinbarung zur Erstellung der Finanzanalyse getroffen.
- Diese Finanzanalyse ist vor der Veröffentlichung dem Emittenten, der selbst oder dessen Finanzinstrumente Gegenstand der Finanzanalyse sind, zugänglich gemacht und danach geändert worden.
- Die o.g. Personen und/oder Mitglieder der Geschäftsleitung o.g. Unternehmen nehmen Vorstands- oder Aufsichtsratsmandate bei Emittenten, deren Finanzinstrumente Gegenstand der Finanzanalyse sind, wahr.
- Die o.g. Personen und/oder Unternehmen haben sonstige bedeutende finanzielle Interessen in Bezug auf den Emittenten, der selbst oder dessen Finanzinstrumente Gegenstand der Finanzanalyse sind.

VEM hat interne organisatorische Vorkehrungen getroffen, z.B. durch Errichtung von "Chinese Walls" und das Führen einer Watch- und einer Restrictedlist, um Interessenskonflikten vorzubeugen. Sofern ein Interessenkonflikt vorhanden ist, wird dieser offen gelegt.

### Ersteller der vorliegenden Analyse:

Raimund Saier, Diplom Volkswirt, CEFA, M.A.

### Für die Erstellung und Verbreitung verantwortliches Unternehmen:

VEM Aktienbank AG, Prannerstr. 8, 80333 München („VEM“)

VEM ist als Kreditinstitut bei der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht („BaFin“), Lurgallee 12, D-60439 Frankfurt am Main, Deutschland, registriert und unterliegt der Aufsicht der BaFin.

### Informationsbasis:

Für die Erstellung der vorliegenden Analyse wurden öffentlich zugängliche Informationen über den Emittenten (Geschäfts- und Quartalsberichte, Ad-hoc-Mitteilungen, Pressemitteilungen, Wertpapierprospekt, Unternehmenspräsentationen, etc.) verwendet. Des Weiteren wurden zur Erstellung der vorliegenden Analyse Gespräche mit dem Management des betreffenden Unternehmens geführt, um sich die Sachverhalte zur Geschäftsentwicklung näher erläutern zu lassen.

### Zusammenfassung der bei den Bewertungen angewandten Analysemethoden:

Die Bewertungen, die den Anlageempfehlungen für von VEM analysierte Aktien zugrunde liegen, stützen sich auf allgemein anerkannte und weit verbreitete Methoden der fundamentalen Analyse, wie das DCF-Modell, Peer-Gruppen-Vergleiche, die NAV-Analyse und - wo möglich - ein Sum-of-the-parts-Modell.

VEM verwendet ein 3-stufiges absolutes Aktien-Ratingsystem. Die jeweiligen Empfehlungen/ Einstufungen/ Ratings (in der Regel jeweils bezogen auf einen Zeithorizont von 6 Monaten) sind mit folgenden Erwartungen verbunden:

**KAUFEN:** Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt  $\geq + 10\%$ .

**HALTEN:** Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt dabei  $> -10\%$  und  $< +10\%$ .

**VERKAUFEN:** Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt  $< -10\%$ .

Weitere Informationen zu den im Rahmen der vorliegenden Analyse angewandten Bewertungsmethoden finden sich im Abschnitt „Bewertung“.

### Vierteljahresübersicht

VEM wertet einmal im Quartal die Verteilung ihrer Empfehlungen aus. In der Auswertung des zurückliegenden Quartals sind die Anteile der auf „Kaufen“, „Halten“ oder „Verkaufen“ gerichteten Empfehlungen den Anteilen der von diesen Kategorien jeweils betroffenen Emittenten gegenübergestellt, für die VEM in den vorangegangenen zwölf Monaten wesentliche Investmentbanking-Dienstleistungen erbracht hat. Die Auswertung ist im Internet unter [www.vem-aktienbank.de](http://www.vem-aktienbank.de) einsehbar.

### Zusätzliche wichtige Informationen:

Datum der ersten Veröffentlichung dieser Analyse: 08.11.2010

Datum und Uhrzeit des angegebenen Finanzinstruments (siehe erste Seite):

Eine konkrete Aktualisierung der vorliegenden Analyse zu einem festen Zeitpunkt ist aktuell terminlich noch nicht festgelegt. VEM behält sich vor, eine Aktualisierung der Analyse unangekündigt vorzunehmen.